

金融の国際化

——その特徴と成長との関係——

谷 内 満

近年、世界経済に1つの大きな構造的変化が起こっている。それは1980年代から始まった金融の国際化の急速な進展である。世界貿易の拡大が国境を越えたモノ（財とサービス）の取引の活発化であるのに対し、金融の国際化は国境を越えたカネの取引の活発化である。世界貿易は、戦後マルチおよびバイの貿易自由化が進められてきたことを受けて趨勢的な拡大を続けているが、金融の国際化は世界貿易の拡大テンポをはるかに上回るテンポで進展している。

本論文は、近年の金融の国際化がどのような特徴を持っているのかを各種データで明らかにするとともに、金融の国際化をもたらしている要因および今後の展望について検討する。

最後に、金融の国際化の世界経済に対するインプリケーションとして、金融の国際化と長期的な経済成長との関係について分析する。理論的には、金融の国際化の進展は、国境を越えて資本がより収益性の高いところで活用されることを可能にするので資源配分が効率化して、その結果経済成長が促進されると期待される。一方で、金融の国際化が急速に進展した1990年代には、メキシコ金融危機やアジア金融危機などが発生したことから、金融の国際化は国際金融危機を惹起し、経済成長をかく乱する危険な要素を持っているという考え方も広く見られる。こうした金融国際化の経済成長に対する影響について検討する。

第1節 国境を越える資本流出入の飛躍的拡大

(1980年代から始まった金融の国際化)

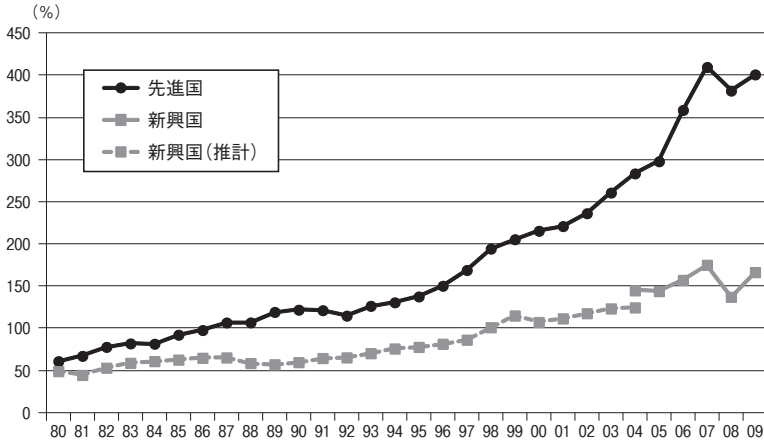
金融の国際化は、1980年代から始まった世界経済の新しい展開である。金融の国際化とは、国境を越えた資本流出入（ないし資本移動、資本取引）が活発化することである。資本流出入の主要な形態としては、直接投資、証券投資、銀行融資などがある。

まず、金融の国際化の進展度合いを全体としてとらえる指標としては、対外資産・負債のGDP比（対外資産残高と対外負債残高の合計額を名目GDPで割ったもの）がある。国境を越えた資本取引が活発に行われれば、各国の対外資産および対外負債が積み上がるので、対外資産・負債のGDP比の推移を見ることによって、金融の国際化の進展度合いを測ることができる。GDP比をとるのは、各国の経済規模の拡大テンポ以上に対外資産・負債が拡大しているかどうかを見るためである。

図1は、先進国と新興国について、対外資産・負債のGDP比の推移を示している⁽¹⁾。この図からまず明らかになる点は、先進国において金融の国際化が目覚ましい勢いで進展しているということである。先進国においても、1970年代には、金融の国際化の進展はあまり見られない⁽²⁾。それ以前の期間はデータがとれないが、戦後のブレトンウッズ体制のもとでは、先進国においても資本取引の自由化がなされていなかったの、金融の国際化はほとんど進んでいな

-
- (1) 図1～4の先進国・新興国は以下の国々をとっている。先進国17カ国（オーストラリア、オーストリア、ベルギー、カナダ、フィンランド、フランス、ドイツ、イタリア、日本、オランダ、ニュージーランド、ノルウェー、スペイン、スウェーデン、スイス、英国、米国）。新興国19カ国（香港、韓国、シンガポール、イスラエル、アルゼンチン、チリ、中国、エジプト、インド、インドネシア、マレーシア、メキシコ、フィリピン、ポーランド、ロシア、南アフリカ、タイ、トルコ、ベネズエラ）。
- (2) IMFのIFS統計では1980年からのデータしかとれないが、Lane, Milesi-Ferretti, and Maria (2006)の推計値によれば、1970年代の先進国および新興国の対外資産・負債のGDP比の上昇は非常に緩やかであった。

図1 対外資産・負債の GDP 比



(出所) IFS, および Lane, Milesi-Ferretti, and Maria (2006) の推計値

(注) 先進国・新興国の分類は本文の注1参照。新興国(推計)の新興国分類は Lane, Milesi-Ferretti, and Maria (2006) による。

かったと考えられる。それが1980年代に入ってから金融の国際化が顕著となり、特に1990年代半ば以降は飛躍的な進展が見られる。1980年から2009年までの30年間に、先進国の対外資産・負債の GDP 比は、6.6倍に拡大しているのである。

なお、日本の対外資産・負債の GDP 比は、先進国の平均に比べ低く、2009年では182%となっている（平均は401%）。概して、経済規模（GDP）の小さい経済小国の場合、対外資産・負債の GDP 比は非常に高い。経済大国の米国も、日本と同様、同比率は相対的に低い（279%）。しかし、日本の場合も、1980年代以降の対外資産・負債の拡大は著しく、1980年から2009年にかけて、対外資産・負債の GDP 比は、6.4倍となっており、先進国平均と同様のペースで金融の国際化が進展している。

新興国においても、先進国ほど速いペースではないではないが、1980年代以降金融の国際化が進展している。対外資産・負債の GDP 比は、1980年から

2009年までの30年間に3.4倍に拡大している。新興国の成長率は先進国よりもかなり高いが、新興国の対外資産と対外負債は成長率を大幅に上回って増加しているのである。

後に見るように、先進国から新興国への直接投資の流入が過去30年の間長期的に拡大している。また、1990年代以降、新興国の株式市場は新興市場として注目され、先進国の機関投資家などが、新興国の株式投資を拡大してきている。最近では、新興国とりわけ中国、インド、ブラジルなど新興国大国は、先進国および他の新興国・途上国への直接投資や証券投資を拡大するようになっていいる。このように新興国でも金融の国際化が着実に進展しており、今日では、新興国は拡大する世界的な資本取引において重要なプレーヤーになっている。

新興国以外の途上国（その多くは低所得国）の時系列データは十分とれないが、近年先進国からのODA資金供与は停滞していること、経済停滞している途上国への民間資金の流入は限られていることから、低所得途上国の場合は、金融の国際化は限られたものであると考えられる。

以上要するに、1980年代以降、金融の国際化が急速に進展しており、とりわけ先進国における金融の国際化が著しい。新興国でも金融の国際化が進んでおり、世界的な資本取引における新興国の役割はますます重要となっている。一方、低所得途上国では、金融の国際化はほとんど進展していない。

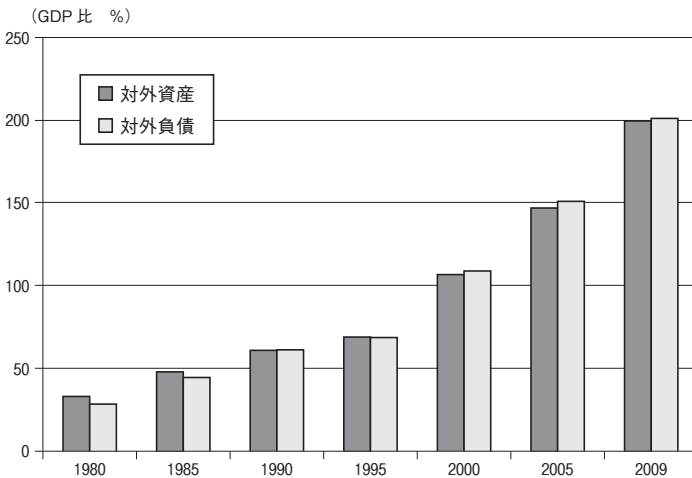
（金融の国際化の特徴）

金融の国際化にはどのような特徴が見られるか分析しよう。まず、IMFのIFS（International Financial Statistics）の対外資産・負債データを使って、先進国における1980年代以降の急速な金融の国際化には、どのような特徴が見られるか検討しよう。第1の特徴は、対外資産と対外負債の増加のテンポに関する点である。第2の特徴は、直接投資、証券投資、銀行資産・負債の構成の変化である。

1980年代以降の金融の国際化の1つの大きな特徴は、各国の対外資産と対外負債が両建てで大幅に増加しているという点である（図2参照）。先進国全体で見ると、対外資産と対外負債はほぼ同水準で、両者が並んで拡大している。各国について見ると、米国のような対外純負債国では、対外負債が対外資産を相当上回っているが、しかし、米国でも対外負債のみならず対外資産も拡大を続けている。つまり、米国は外国からから大幅な資本流入（対外借入）を受けていると同時に、外国への資本流出（対外投資）も拡大しているのである。一方、日本は対外資産が対外負債を上回る対外純資産国であるが、日本でも対外資産と対外負債が両建てで拡大している。日本は対外投資を拡大すると同時に、対外借り入れも拡大しているのである。

歴史的に見ると、1870年代から第1次世界大戦開戦（1914年）までの約40年間においても、国境を越えた資本取引が活発に行われていた。この期間は金本位制の全盛期であった。金本位制時代には、主要国の経常収支は近年以上に大

図2 対外資産と対外負債が両建てで拡大



(出所) IFS

(注) データは先進国

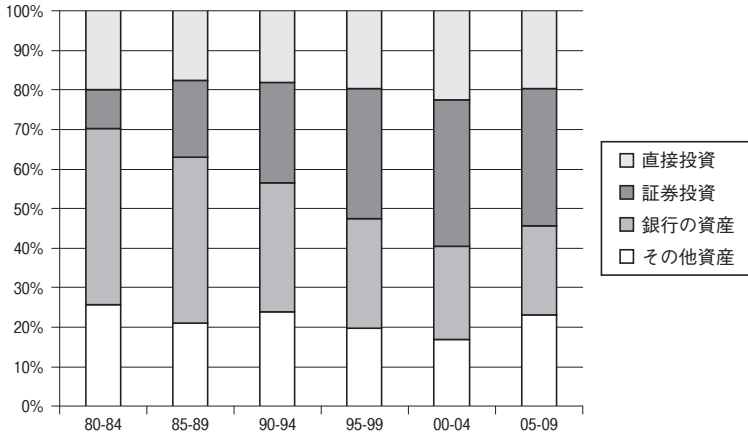
幅なものになっていた。ヨーロッパの主要国（英国、フランス、ドイツなど）が大幅な経常収支黒字、当時の新興国（アルゼンチン、オーストラリア、カナダなど）が大幅な経常収支赤字というパターンであった。英国では、ピークで経常収支黒字が GDP 比 9 % に達している。一方、当時の新興国の赤字は GDP 比 10 % 台になることはしばしばで、アルゼンチンの赤字はピークで GDP 比 30 % にも達した。1 国の経常収支は、その国の輸出と輸入の差を示すと同時に、資本流入と資本流出の差を示しているの、当時は近年以上にネットでの資本流出入が活発に行われていたことになる。

金本位制時代の金融の国際化では、最近の金融の国際化と異なり、対外資産と負債の両建てでの拡大は見られなかったと考えられる。当時は、ヨーロッパの主要国が、当時の新興国における鉄道建設その他の開発案件をファイナンスするために、債券購入や銀行融資を行って、新興国に資本を流出させていた。要するに、ヨーロッパ主要国はもっぱら対外資産を拡大し、当時の新興国はもっぱら対外負債を拡大していたのである。

近年の金融の国際化に見られる第 2 の特徴は、対外資産と対外負債の構成の変化に関する点で、趨勢的に証券投資のシェアが拡大し、銀行の資産・負債のシェアが縮小している。一方、直接投資のシェアはほぼ一定となっている（図 3、図 4 参照）。

図 3 は、対外資産の動向を、主要な形態である直接投資（残高）、証券投資（残高）、銀行の保有資産（貸出資産など）に分けて見たものである。これらの形態の資産はすべて、過去 30 年の間に、金額で見ても GDP 比で見ても拡大している。しかし、対外資産全体に占めるシェアで見ると、銀行の資産は 1980 年代前半の 44.6 %（年平均、以下同じ）から 2000 年代後半の 22.5 % となっており、シェアは半減している。一方、外国の債券や株式などの保有資産残高を示す証券投資は、1980 年代前半の 9.8 % から 2000 年代後半には 34.7 % へ大幅拡大している。つまり、1980 年代前半においては、銀行の対外貸出が資本流出の主体であっ

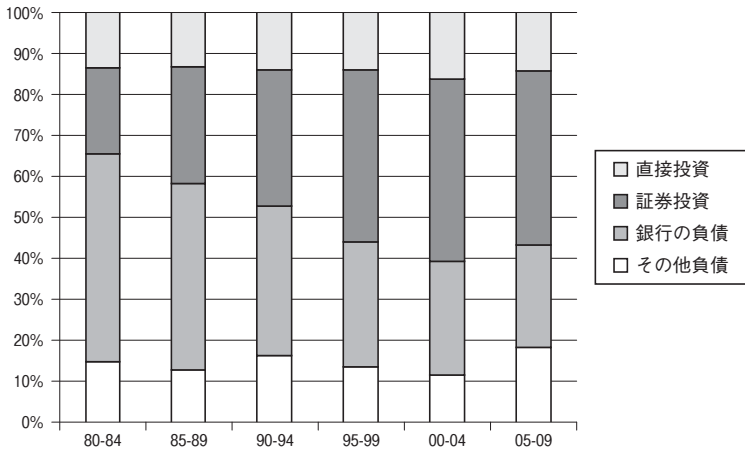
図3 対外資産の構成比の変化



(出所) IFS

(注) データは先進国

図4 対外負債の構成の変化



(出所) IFS

(注) データは先進国

たが、最近では、外国証券の取得という形の資本流出が最も重要になっている。直接投資のシェアは、対外資産全体の20%程度で安定的に推移している。

図4は、対外負債の動向を、直接投資、証券投資、銀行の負債（外国居住者の預金、外国からの借入など）に分けて見たものであるが、対外資産の場合と同様、銀行の負債のシェアが大幅に減少し、証券投資のシェアが大幅に増加し、直接投資のシェアは安定している。

対外資産と比べると、対外負債の証券投資のシェアが大きいのは、先進国の証券には他の先進国が投資しているだけではなく、新興国・途上国も多く投資しているからである。対外資産の証券投資は先進国による証券投資の残高であるが、そのほとんどは他の先進国の証券への投資であり、新興国・途上国の証券への投資は少ない。ただし、1990年代以降、先進国の機関投資家は新興国の株式への投資を徐々に増加してきている。

一方、直接投資は対外資産の方が対外負債よりもシェアが大きい。これは、先進国の対外負債の直接投資は、先進国への直接投資の残高であるが、そのほとんどは他の先進国からの直接投資（M&A投資など）であるのに対し、対外資産の直接投資は、先進国による直接投資の残高で、これには他の先進国への直接投資に加え、新興国・途上国への直接投資（現地生産のための子会社設立など）が多く含まれているからである。

（直接投資の動向）

これまではIMFのIFS統計の対外資産・負債データを使って分析してきたが、以下では、他の各種データを使って、直接投資、証券投資、銀行の対外融資の変化で特に注目すべき点を明らかにしよう。

まず、世界の直接投資の動向を分析しよう。世界全体の直接投資のストック（残高）は、世界GDPの伸びをはるかに上回って増加している。図5(a)は、世界各国の対内直接投資のストックの合計の推移を、世界GDPとの対比で見

たものである。世界の直接投資ストックの世界 GDP 比は、1980年代以降拡大しているが、とりわけ1990年代半ば以降大幅に拡大している。1980年の直接投資の世界 GDP 比は6.5%に過ぎなかったが、2010年には29.7%となっている。

先進国への直接投資が世界の直接投資の大部分を占めており、そのシェアは増加傾向にある。世界の直接投資に占める先進国への直接投資のシェアは、1980年代前半の5年間の平均は57.9%であったが、2006-2010年の5年間は69.5%に高まっている。先進国への直接投資の大部分は、M&A タイプの投資、すなわち外国企業の買収ないし外国企業への出資である。新興国・途上国の場合は、買収・出資の対象となるような魅力的な企業が少ないことなどから、新興国・途上国への直接投資は、現地生産のための子会社設立、合併企業設立などの形をとる投資が多い。

過去30年間、直接投資は趨勢的に増加しているが、2000年代初めと2008年には減少している。2000年代初めの減少は、米国の IT バブル崩壊の影響であり、2008年の減少は世界金融危機の影響である。これらの時期の減少は、主に先進国の対内直接投資の減少によるもので、新興国・途上国の対内直接投資はほとんど減少していない。M&A タイプの投資は短期的な変動が大きいと言える。

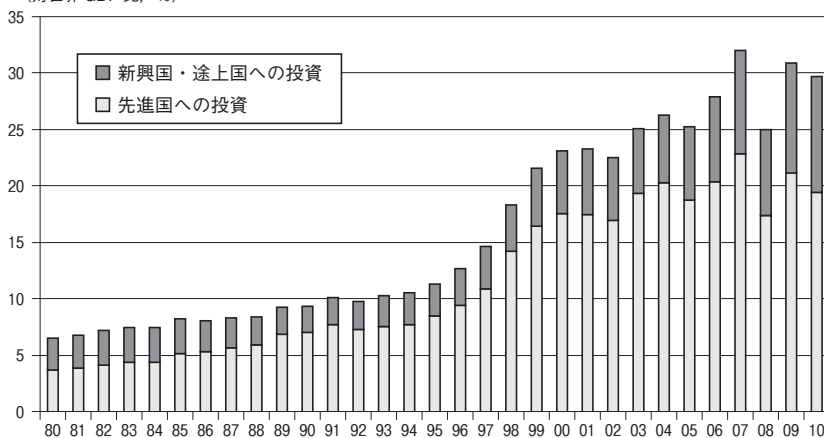
図5(b)は、世界各国の対外直接投資ストックの合計の GDP 比の推移を、図5(a)と同様に、先進国と新興国・途上国に分けて見たものである。世界全体の直接投資の動向は図5(a)と同じであるが、対外直接投資で見ると、対内直接投資で見たときよりも、先進国のシェアが大きくなっている⁽³⁾。これは、先進国は他の先進国のみならず新興国・途上国にも直接投資を行っているが、新興国・途上国は依然として主に直接投資の受け手であり、直接投資の出し手としての役割は小さいということを意味している。

(3) 世界各国の対内直接投資合計と対外直接投資合計は、必ず一致するはずである。ある年に直接投資が行われれば、投資を行った国（対外直接投資の国）とその投資を受け入れた国（対内直接投資の国）があるからである。しかし、統計上の誤差から、各年の値は完全には一致しない。

図5 世界の直接投資の拡大

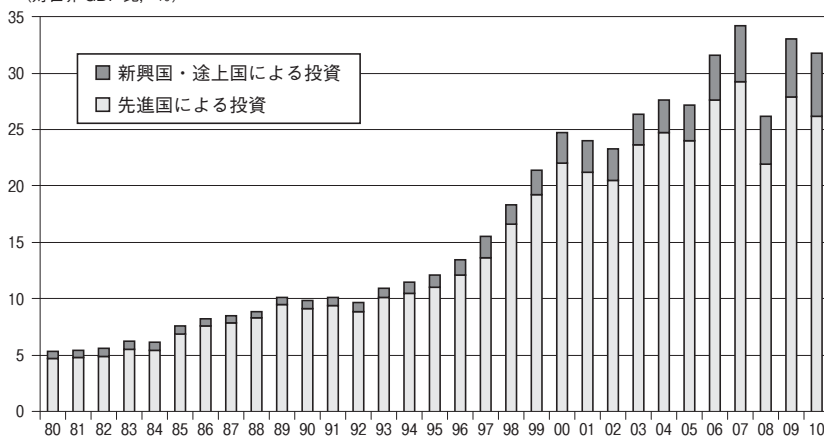
(a) 対内直接投資のストック

(対世界 GDP 比, %)



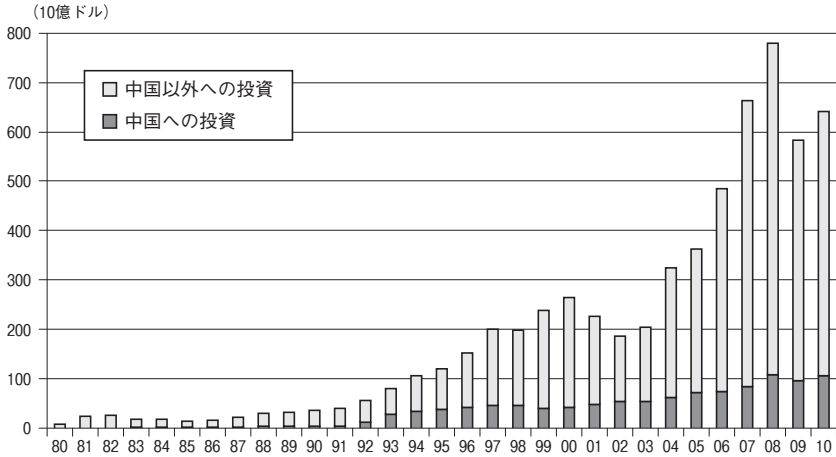
(b) 対外直接投資のストック

(対世界 GDP 比, %)



(出所) UNCTADstat

図6 新興国・途上国への直接投資—対内直接投資のフロー—



(出所) UNCTADstat

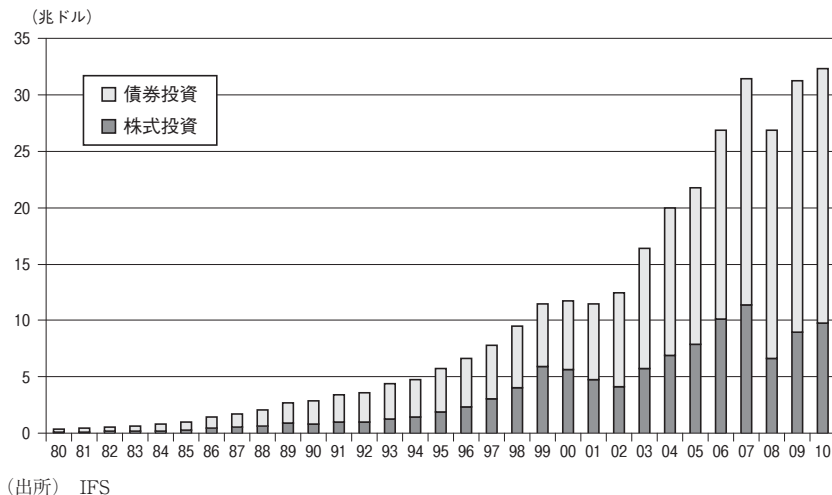
図5(a)で見たように、新興国・途上国への直接投資のストックは、世界全体の直接投資のシェアとしては過去30年間にやや低下してきている。しかし、直接投資の各年のフローで見ると、新興国・途上国への直接投資は1990年以降飛躍的に拡大している（図6参照）。特に、中国に対する直接投資の増加が顕著である。

(証券投資の動向)

図3と図4で見たように、これまでの30年間に於いて、先進国の対外資産・負債に占める証券投資のシェアは大幅に拡大してきている。国境を越えた証券投資の活発化は、近年の金融の国際化を主導しているともいえる。

図7は、先進国への証券投資（対外負債の証券投資残高）の動向を、株式投資と債券投資に分けて見ている。株式投資と債券投資はほぼ同様のテンポで拡大してきており、株式投資と債券投資の比率は年によって若干変動するが、

図7 証券投資の拡大—先進国の証券投資負債（残高）—

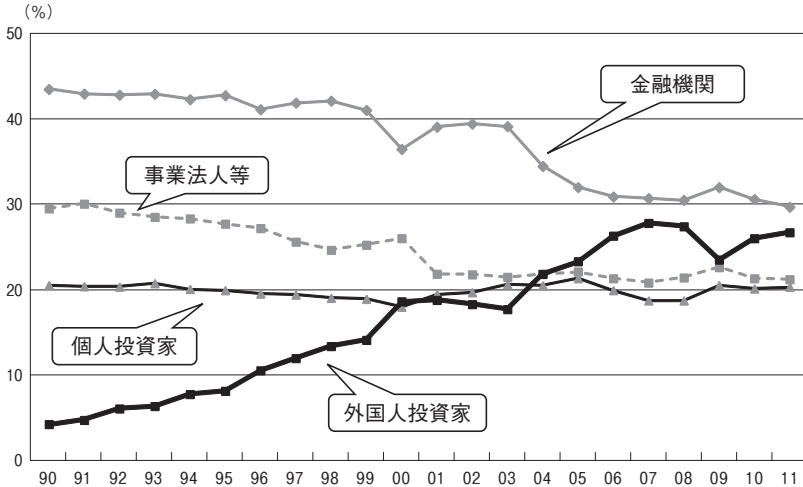


おおむね株式投資が3割、債券投資が7割となっている（株式投資のシェアは1980年代前半の年平均は30.6%、2006-10年の年平均は31.6%である）。

国境を越えた証券投資の主体としては、先進各国の機関投資家が特に重要な役割を果たしているが、多くの機関投資家にとって他の先進国の国債などの安全資産は、依然重要な投資先となっている。また、2000年代以降、中国の外貨準備が巨額化しており、そのほとんどは米国国債などの先進国の国債で運用されており、近年における先進国への債券投資の拡大には、中国政府による投資も重要となっている。

国境を越えた証券投資の活発化は、日本の証券市場にも大きな影響を与えている。まず株式市場について見ると、日本の上場企業の外国人持ち株比率は、1990年にはわずか4.2%であったが、その後上昇を続け2011年には26.7%まで高まっている（図8参照）。つまり、平均で見て、日本企業の株式の約1/4が外国人株主（外国の機関投資家や企業）に保有されていることになる。外資系企業、つまり外国企業が経営権を握る日本企業の場合、外国人持ち株比率は当然高い

図8 日本の株式市場—外国人投資家の株式保有の拡大—



(出所) 東京証券取引所「平成22年度株式分布状況調査の調査結果について」

(注) データは各年3月値

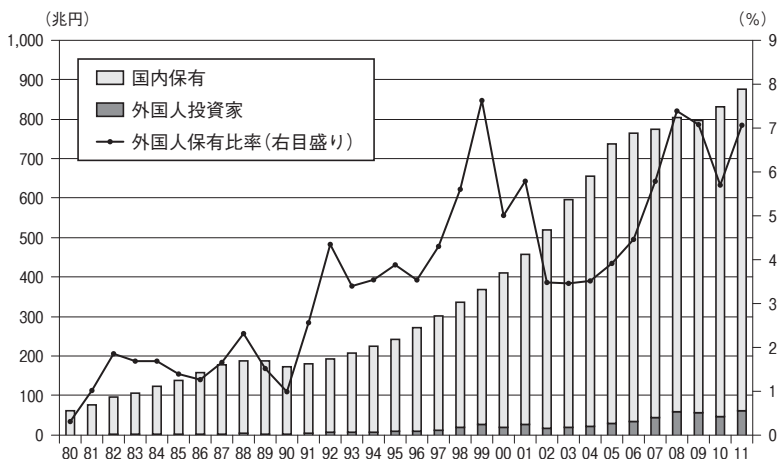
が、それ以外の日本企業でも外国人持ち株比率が50%前後の高い水準となっている企業は多い⁽⁴⁾。

以上は日本企業の株式保有（残高）の国際化であるが、日々の株式市場でのフローの取引でも、外国人投資家の存在は大きくなっている。株価動向のニュースでも、「今日日経平均が上がったのは、外国人投資家の積極的な買いが入ったからだ」といった解説がよく行われているほど、日本の株価形成に外国人投資家の売買動向は大きな影響を持つようになっている。

日本の債券市場における外国人投資家のプレゼンスは、株式市場ほど大きくないが、長期的に見ると外国人投資家による投資が着実に拡大してきている。

(4) 外国人持ち株比率が高い日本企業（外資系以外）には、国際的な事業展開をしている企業のみならず、国内事業が中心の企業も多い。同比率が50%前後の企業には、HOYA、ヤマダ電機、オリックス、三井不動産、花王、ファナック、ソニー、キャノン、ドンキホーテなどがある。

図9 日本の国債市場—外国人投資家の保有—



(出所) 日本銀行 資金循環統計

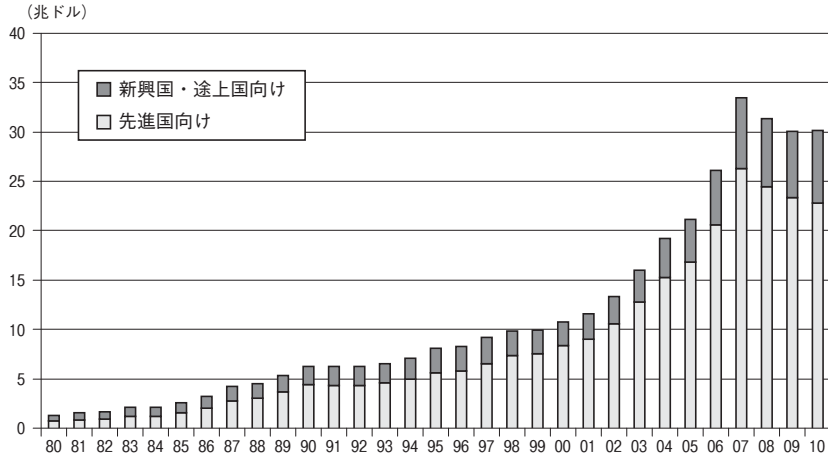
(注) 各年3月末値。国債は短期国庫証券、財投機関債を含む。

外国人投資家による日本の債券投資は一部社債等への投資も含まれるが、大部分は国債への投資である。日本の国債の外国人投資家保有比率は、2011年（3月末）で7.1%であり、米国国債の場合は約半分が外国人投資家に保有されているのと比べるとかなり低い（図9参照）。しかし、1980年には同比率はわずか0.3%に過ぎなかったもので、日本の国債市場での外国人投資は着実に拡大していると言える。また、日本の国債残高は1990年代以降、財政収支の悪化に伴い大幅に拡大しているので、外国人投資家が保有する国債残高は、金額ベースでは飛躍的に拡大している。

（銀行の対外融資・預金の動向）

各国の銀行も対外取引を大幅に拡大してきている。図10は、BIS 報告国の銀行（以下では、主要国銀行と呼ぶ）の対外資産の推移を見ている⁽⁵⁾。銀行の対外資産の主要なものは、外国への融資および外国銀行の預金保有である。前に、

図10 主要国銀行の対外資産



(出所) BIS “Locational Banking Statistics”

先進国の対外資産全体に占める銀行の対外資産のシェアは、過去30年間で半減したことを見た（図3参照）。これは近年の金融の国際化における銀行取引の相対的な重要性が低下したことを意味している。しかし、主要国銀行の対外資産の金額は大幅に拡大しており、1980年から2010年にかけて22.8倍に増加している。

主要国銀行の対外資産の大部分は先進国向けであり、そのシェアは増加傾向にある。銀行の対外資産に占める先進国向け資産の比率は、1980年代前半の5年間では平均57.4%であったが、2006-10年の5年間には平均77.8%に高まっている。対外資産を対銀行とそれ以外（企業向け融資など）に分けてみると、対銀行の資産が全体の2／3を占めている（206-10年の平均64.0%）。ここで扱っている主要国（BIS 報告国）の銀行データの大部分は先進国のものなので、①

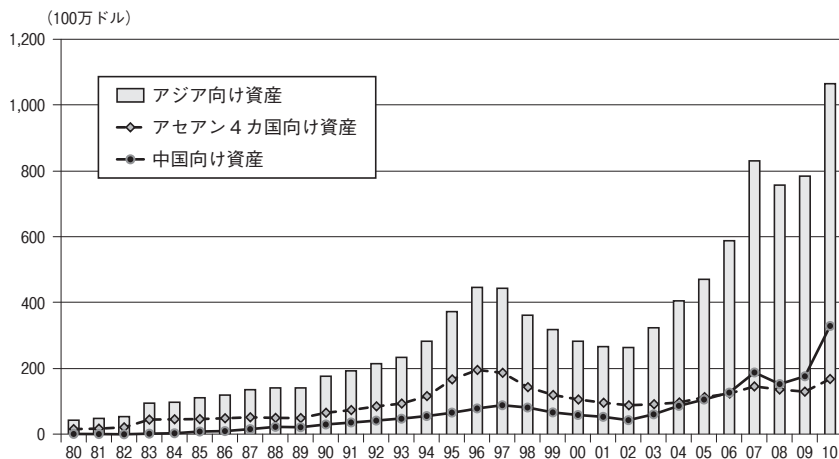
(5) 銀行統計に関する BIS 報告国は、2010年末時点で44カ国である。そのうち主要先進国は1997年から自国の銀行データを提供している。新興国はその後参加しており、例えば、香港とシンガポールは1983年、ブラジルは2002年、韓国は2005年からデータを提供している。

先進国向け資産が多いこと、②対銀行向け資産が多いことは、先進国の銀行は主に他の先進国の銀行相手に取引（融資や預金取得）を拡大しているということの意味している。

新興国・途上国向けの銀行資産は、全体のシェアとしては低下しているが、金額ベースでは増加している。図11は、主要国銀行のアジア新興国・途上国向けの資産の動向を示している。アジア向け資産は、アジア金融危機が勃発した1997年から2002年にかけて約40%も低下した。それは、先進国の銀行がアジア向け融資を大幅に縮小したためであった。しかしその後は急速に回復している。2010年のアジア向け資産の金額は、1980年に比べ約25倍に拡大している。

アジア金融危機の影響が大きかったアセアン主要4カ国（タイ、インドネシア、マレーシア、フィリピン）について見ると、主要国の対外資産はアジア危機後大幅に低下し、その後も回復も極めて鈍い。一方、中国に対する銀行資産は2000年代に入ってから着実に拡大している。中国は自国の金融機関の対外借

図11 主要国銀行のアジア向け資産



(出所) BIS “Locational Banking Statistics”

(注) アジアはアジア新興国・途上国

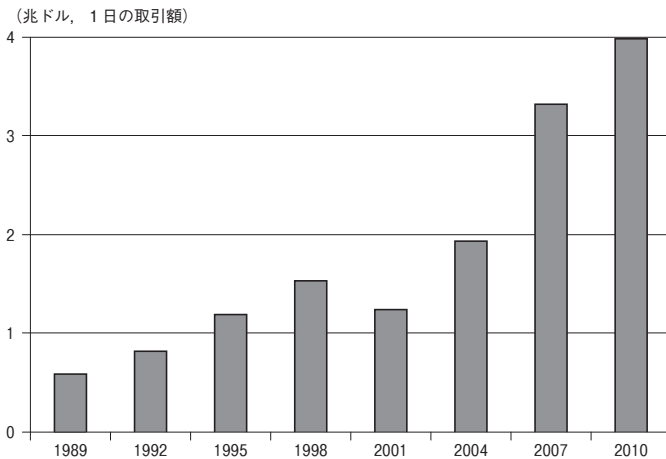
り入れや、外国の銀行・企業などの国内預金保有を厳しく制限しているが、最近それらの規制を徐々に緩和してきている。そうした対外金融取引の規制緩和が、主要国銀行の中国向け資産の拡大の背景にあると考えられる。

(世界の為替取引の拡大)

金融の国際化、すなわち国境を越えた金融取引の活発化を受けて、為替取引も拡大している（図12参照）。BISが1989年以降3年おきに実施している世界の為替取引の調査によれば、2010年の世界の為替取引金額は、1日当たり約4.0兆ドルにのぼる。為替取引は貿易のためにも必要である。しかし、2010年の1年間の世界貿易額（財・サービス）は約18兆ドルなので、為替市場での外貨の売買の大部分は金融取引のために行われているということになる。

このように世界の為替市場では毎日巨額の為替取引が行われているが、その取引は極めて少数の国に集中している。2010年では、世界の為替取引総額の約

図12 世界の為替取引額



(出所) BIS “Triennial Centrak Bank Survey” 各号

(注) 上記調査は3年毎に実施。データは各年4月の1日平均の取引額。

80%が、英国、米国、日本、スイス、シンガポール、香港、オーストラリアの7カ国で行われている。為替取引に関する BIS 調査は1980年代末から実施されているが、英国での取引額はこれまでの毎回の調査で第1位となっている。2010年において、英国と第2位の米国の取引額を合計すると、世界全体の取引額の約半分（55%）を占めている。日本の外国為替市場はバブル期の1980年代末には、米国に迫る規模であったが、その後日本のシェアは低下を続け、最近では英国や米国と比べるとかなり小さくなっている。

第2節 なぜ金融の国際化が進展しているのか

（金融の国際化をもたらした要因）

1980年代から急速に金融の国際化が進展しているのはなぜだろうか。その背景としては、①資本取引の自由化、②情報通信コストの大幅減少がとくに重要であると考えられる。

第1は、各国が資本取引規制を緩和ないし撤廃してきたという点である。その結果、各国が以前より自由に外国と資本取引を行えるようになり、金融の国際化が進展した。特に、先進国は現在では資本取引を原則自由化しているので、先進間での資本取引は最も活発に行われている。多くの新興国は資本取引の完全自由化には至っていないが、部分的な規制緩和が進められてきている。例えば、新興国は直接投資の受け入れを徐々に認めるようになってきているので、先進国から新興国への直接投資が活発化している。また、新興国の株式市場における外国人投資家の投資も、新興国での規制緩和に伴って活発化している。

先進国の資本取引自由化率（資本取引を完全自由化している国の比率）は、1970年代中頃まで20%台であったが、その後各国の資本取引規制は徐々に自由化され、特に1990年代に自由化が加速し、2000年代初頭にはほぼすべての先進国で資本取引が完全に自由化された。新興国の場合、1970年代初頭の資本取引自由化率は20%程度であったが、2000年代初頭に40%程度となっている（IMF

2005)。多くの新興国では、資本取引規制は残っていても、部分的な規制緩和はかなり進んでいる。

第2に、情報通信コストの大幅低下が金融の国際化を促進した。情報通信革命で、情報処理や情報伝達のコストが急激に減少し、国境を越えた経済・金融情報の入手と分析が容易に行われるようになり、また国境を越える金融取引のコストも低下した。特に、1990年代半ば以降の世界的な規模でのインターネットの爆発的な普及の影響は大きい。また、国内外の経済・金融情報をリアルタイムで提供するさまざまなサービスが普及し、金融取引に従事する人々は世界各地の情報に瞬時に対応して取引を行うようになっている。

その他、世界貿易の拡大、すなわち国境を越えるモノの取引拡大も、国境を超えるカネの取引拡大をもたらす要因となっている。貿易の決済や為替リスク回避のため、さまざまな金融取引が行われる。世界貿易額は、1980年代はおおむね世界 GDP の増加に合わせて拡大しているが、1990年代には入ってからは世界 GDP の伸び以上に拡大している。世界貿易額（世界輸入総額）の世界 GDP 比は、1980年21.6%、90年18.8%、2000年24.5%、2010年29.1%となっている。

しかし、先に見たように対外資産・負債の GDP 比の拡大は著しく、世界貿易の GDP 比の拡大をはるかに上回っている。したがって、世界貿易拡大は近年の金融の国際化をもたらした要因としては、比較的小さいと考えられる。

（ブレトンウッズ体制崩壊と金融の国際化）

上述の第1要因の資本取引規制緩和は、第2次世界大戦終了以降4半世紀あまり続いたブレトンウッズ体制崩壊の1つの帰結という側面を持っている。つまり、金融の国際化が1980年代から進展し始めたことは、ブレトンウッズ体制の崩壊と密接に関わっているのである。

ブレトンウッズ体制は、戦前の国際金融体制であった金本位制度に代わるも

のとして誕生した戦後の国際金融体制である。金本位制度は、各国が自国通貨と金との交換を固定比率で行うことを保証することによって、各国通貨の間の為替レートが固定水準で維持される固定為替レート制度であった。一方、ブレトンウッズ体制は、米国政府が固定交換比率での金とドルとの交換を各国に保証するのに対して、各国政府が自国通貨の対ドルレートを固定する義務を負うことによって維持された固定為替レート制度である。要するに、ブレトンウッズ体制は、金とリンクしたドルを媒介とした擬似的な金本位制度であると言える。

ブレトンウッズ体制が機能するためには、各国の政府・市場参加者が基軸通貨のドルを信頼すること、つまり、ドルは固定価格でいつでも金に交換できる通貨であるという安心感が不可欠であった。しかし、1960年代後半に米国の経常収支黒字が急速に減少しだすと、ドルへの信頼が揺らいで、ドル切り下げ期待から金投機が起こるようになった。1960年代後半の米国では、ベトナム戦費増大および諸々の国内政策（ジョンソン政権の「偉大な社会」政策）のための支出拡大によって、政府支出が大幅に増加した。そうした政府支出増加をアコモデートする金融政策がとられて、マネーサプライが大幅に増加してインフレが高まった。その結果、米国の輸入が増加し輸出は減少して、それまでの大幅な経常収支黒字は急速に減少し、1970年代に入ると赤字に転じたのである。

1971年に米国は突如、ドルと金との交換を行わない方針を打ち出した。このニクソン・ショックと呼ばれた米国の政策転換によって、ドルは金とのリンクを失ったので、ブレトンウッズ体制は崩壊した。その後、スミソニアン体制が導入されたが、これはブレトンウッズ体制を修正して立て直す試みであった。しかし、スミソニアン体制は短期間で崩壊し、1973年には主要国はすべて変動為替レート制に移行した。

そうしたブレトンウッズ体制（その後のスミソニアン体制）の崩壊が、その後の金融の国際化につながっていったことを理解するには、「開放経済のトリ

レンマ」という関係を理解する必要がある。一般に、1国にとって①為替レートの固定化（ないし安定化）、②自由な資本移動、③金融政策の独立性は、望ましい政策である。ここでの金融政策の独立性とは、他国の金融政策にかかわらず、自国の経済情勢（インフレや失業など）に応じて金融緩和や引締めがとれる状況を指している⁽⁶⁾。しかし、それらの3つの政策目標を同時に達成することはできず、ある2つを選んだらもう1つはあきらめなければならないという関係にある。これが開放経済のトリレンマと呼ばれるものである。

開放経済のトリレンマの関係があることから、固定為替レート制のブレトンウッズ体制の下で、各国が自国の国内経済情勢に合わせて金融政策を運営するためには、資本取引を規制して自由な資本移動を認めない政策が必要であった。例えば、当時日本がもし自由な資本移動を認めれば、米国が自国の経済過熱に対応して金融引き締め政策をとれば、日本は不況で金融緩和政策をとりたくても金融引き締め政策をとらざるを得ないという関係に陥るのである。

1970年代半ば以降、変動為替制度に移行した結果、資本取引を自由化しても金融政策の独立性を維持することが可能となり、各国は1970年代後半以降資本取引の自由化を徐々に進めるようになった。そうした資本取引の規制緩和は、情報通信技術の革命的な進歩や、世界貿易の拡大とあいまって、1980年代以降の金融の国際化を生むことになったのである。以上のような歴史的な視点に立って国際金融の変貌を見ると、変動為替レート制への移行と金融の国際化は不可分に結びついていることがわかる。

第3節 金融の国際化と経済成長

金融の国際化は、世界経済に重要なインプリケーションを持っている。その最も重要なものは、金融の国際化と経済成長の関係である。理論的には、金融

(6) 1国の中央銀行がその国の政府から独立して金融政策を行うことも、しばしば金融政策の独立性（ないし中央銀行の独立性）と呼ばれる。

の国際化の進展は、国境を越えて資本がより収益性の高い投資案件・分野で活用されることを可能にするので資源配分が効率化して、その結果経済成長が促進されると期待される。しかし、実際にそのような成長促進効果が見られるかどうかは、実証的な検証が必要である。

一方、金融の国際化が急速に進展した1990年代には、メキシコ金融危機やアジア金融危機などが発生した。こうした経験から、金融の国際化は国際金融危機を惹起し、経済成長をかく乱する危険な要素を持っているという考え方も広く見られる。

本節では、これまでに蓄積された実証分析などを踏まえて、金融の国際化と経済成長の関係について検討する。

(金融の国際化は成長を高めるか)

基本的に、金融システムは経済で行われた貯蓄を投資に振り向ける役割を持っている。金融が活発に行われるようになって、より収益性の高い投資が貯蓄でファイナンスされるようになれば、将来の成長が高まると期待される。1国の金融システムの発達とその国の長期的成長の関係については、これまで多くの分析の蓄積がある (King and Levine (1993), Tsuru (2000), World Bank (2001))。それらの分析は、金融システムの発達度合い以外にも成長に影響を与える諸要因を含めて成長の要因分析を行っているが、その分析結果は、金融システムの発達と長期的成長の間には有意な相関関係が見られ、かつ因果関係は金融から成長へというものである。

金融の国際化が進展して、貯蓄の投資への配分のプロセスが1国内だけではなく、国境を越えて自由に行われるようになれば、各国の成長が高まり、ひいては世界経済の成長も高まるだろう。これが、理論的に期待される金融の国際化のメリットである。

この効果は先進国にとっても期待されるが、とりわけ新興国・途上国にとつ

て重要だと考えられる。一般に、先進国は資本蓄積が進んでいるので「資本/労働」比率が高く、「資本/労働」比率が低く資本不足の新興国・途上国と比べれば、資本の収益率は低いと考えられる。したがって、国境を越えて資本の移動が自由になれば、資本は資本蓄積の国から資本不足の国に流れて、資本不足の国では投資水準が高まり、経済成長が促進されと考えられる。ただし後述のように、新興国・途上国の場合、資本取引が規制緩和されるだけでは、必ずしも資本流入が活発化せず、マクロ経済状況や法制度の整備など一定の条件が整っている必要がある。

加えて、資本移動が直接投資の形をとる場合、受入国は、資金の流入のみならず進んだ技術の移転を受けることによって、成長を高めることができる。一方、資本を供給する側の資本蓄積の国でも、海外からの投資収益（利子・配当など）を含めた所得（GNP ないし GNI）が増加すると考えられる。

そこで、1980年代以降の金融の国際化の進展が、実際に各国の成長を促進する効果持っているかどうか検証することが重要な関心となり、これまで数多くの実証分析が行われてきた。Kose, Prasad, Rogoff, and Wei (2006) は、そうした実証分析の蓄積を広範にレビューしているので、以下ではこのレビュー論文をもとに、金融の国際化の成長促進効果がどの程度検証されているか検討しよう。

金融の国際化と経済成長の関係を検証するためには、まず各国の金融国際化の度合いを示す「金融の開放度 (financial openness)」を数量化する必要がある。これには基本的に2つの方法がある。

第1は、法令上の資本取引規制の厳しさ（禁止・許可・届出・自由など）を数値化した指標、つまり「法制度上 (de juri) の金融開放度指標」を使う方法がある。こうした法制度上の指標は、IMF が毎年とりまとめ公表している各国の為替制度・諸規制に関する定性的な情報をもとに作成される。

第2は、法令上の規制の強弱にかかわらず、当該国の資本流出入がどの程度

活発に行われているかを示す「事実上（de facto）の金融開放度指標」を使う方法であり、そのためには通常、対外資産残高と対外負債残高の合計額のGDP比が用いられる。これは1国の貿易面の開放度（trade openness）を測るのに、貿易規制の強弱で見る方法と、輸出入合計額のGDP比で見る方法があるということに対応している。

「法制度上の金融開放度指標」には、①資本取引規制がどの程度守られているのかという規制の実効性の問題があるほか、②法制度での変化がなくとも、実態上資本移動が活発化する場合も多いという点で難点がある。①の規制の実効性の問題は、ヤミ資金の流出入の問題だといえる。②の難点の具体的な例をあげれば、①中国では1980年代から1990年代にかけて対内直接投資規制が大幅に緩和されたが、その後規制に大きな変化がなくともインフラ整備、税制優遇、国内市場の拡大その他の理由で直接投資流入が大幅に拡大したこと、②中国の対外直接投資は許可制で今日まで変化がないが、近年政府は以前より積極的に許可を出していることなどがあげられる。したがって、各国の金融の国際化が実際にどの程度進展しているかを計測するには、「事実上の金融開放度指標」を用いたほうが望ましいと考えられる。

これまでの実証分析では、「法制度上の金融開放度指標」ないし「事実上の金融開放度指標」でとらえた各国の金融の国際化度合いと、各国の成長の関係が検証されている。それによると、まず「法制度上の金融開放度指標」と経済成長率の間には、ほとんどの場合統計的に有意な関係が見られない。

一方、「事実上の金融開放度指標」と経済成長率の間にはプラスの相関関係が見られる。しかし、他の経済成長要因（初期の所得水準、人的資本、投資率など）を加えて、経済成長率の回帰分析を行うと、「事実上の金融開放度指標」と経済成長率の間には有意な関係が見られなくなってしまう。つまり、「事実上の金融開放度指標」と経済成長率の2変数だけの関係を見ると有意なプラスの相関関係が見られるが、他の経済成長要因を考慮すると、「事実上の金融開

放度指標」が経済成長を促進する効果は認められない。

1 国全体の金融開放度や経済成長といったマクロのデータではなく、産業別ないし企業別のミクロ・データを使った分析も行われている。そうしたミクロ分析では、資本流入活発化が産業・企業のパフォーマンスを改善するという分析結果が多く見られる。

このような実証分析のレビューを踏まえ、Kose, Prasad, Rogoff, and Wei (2006) は、金融の国際化が経済成長を促進する効果としては、資源配分の効率化を通じた直接的な効果よりも、次のような間接的な効果のほうが重要なのではないかと指摘している。それは、金融の国際化によって、各国の金融部門の発達・高度化、企業統治の改善、規律あるマクロ経済政策運営が促進され、その結果として経済成長が高まるというものである。

もしそうだとすると、「事実上の金融開放度指標」と経済成長の関係が実証的に確認できないことは、次のように解釈することが可能である。第1に、金融部門発達などへの効果が実をあげるには時間がかかるので、金融の国際化が経済成長を引き上げる効果はまだ十分発現していない。第2に、経済成長率の決定要因分析にあたって、構造的な要因やマクロ経済に関する変数を入れて回帰分析を行うと、それら変数には金融の国際化の効果が織り込まれているので、金融開放度指数の有意性がなくなってしまう。また、間接的な効果が重要だとすれば、ミクロ・データを使った分析で、金融の国際化が産業部門や企業のパフォーマンスを改善していることも、整合的に説明可能となる。

以上は、レビュー論文である Kose, Prasad, Rogoff, and Wei (2006) をもとに、金融の国際化と経済成長に関する実証分析の蓄積から得られた結果をまとめた。その後の論文としては、Osada and Saito (2010) が興味深い。Osada and Saito (2010) は、国際パネル (83カ国) の長期データを使って、対外資産・負債と経済成長との関係を分析しているが、対外資産と対外負債を2つの形態に分けて、それぞれの形態の資産・負債が成長にどのような効果を持つか分析

している。2つの形態は、①直接投資+株式投資（ここでの株式投資は証券投資のうちの株式投資）、②債務である。直接投資の大部分は株式投資の形をとるので、「直接投資+株式投資」は基本的に株式投資であると言える。金融開放度を示す「直接投資+株式投資」と債務の大きさに加え、成長に影響すると考えられる諸要因（初期の所得水準、貿易自由度など）を説明変数に入れて、成長率の回帰分析を行っている。

その分析結果によると、「直接投資+株式投資」は成長にプラスの効果を持ち、一方、債務は成長にマイナスの効果を持つ⁽⁷⁾。ただし、国内金融が発達し、諸制度が整備された先進国などでは、債務の成長へのマイナス効果は比較的小さい。また、金融開放度が貿易自由度ないし国内金融の深化を促進して間接的に成長を高める可能性を分析した結果では、「直接投資+株式投資」が貿易自由度を高める効果が認められた（その他は有意な関係が見られない）。

以上で検討してきた金融の国際化と成長の関係についてまとめておこう。理論的に考えると、資本流出入が活発化すれば、これまでファイナンスがつかなかった投資案件も実現されるようになり、資本流入を受けた国の長期的な成長が高まると期待される。これは国境を越えた資源配分の効率化の効果だと言える。しかし、実証分析では金融の国際化と成長のリンクは、ほとんど検証されない。最近の研究では、企業の株式保有という形の資本流入（直接投資および証券投資の株式投資）には、成長を押し上げる効果が見られる一方、債務の資本流入は成長を低めるという結果が得られている。

要するに、理論的な期待とは裏腹に、金融の国際化が直接的に成長を高める

(7) 対外債務の「直接投資+株式投資」と債務、および対外資産の「直接投資+株式投資」と債務があるが、プラスないしマイナスの有意な効果が見られるのは対外債務側（つまり資本受け入れ国）であって、対外資産側（つまり資本の出し手国）の「直接投資+株式投資」と債務には有意な効果が見られない。Kose, Prasad, and Terrones (2008) が「直接投資+株式投資」と債務に分けて分析しており、Osada and Saito (2010) はそれを踏襲しており、使っているデータも同じである。しかし、Kose, Prasad, and Terrones (2008) は成長促進効果を直接検証するものではなく、また分析が込み入っていて難解だが、Osada and Saito (2010) はスタンダードな分析である。

効果を持つことは期待できないと言えよう。金融の国際化が成長促進効果を持つとすれば、国内金融の発達促進、貿易の活発化、コーポレートガバナンスの改善などを通じた間接的な効果となる。例えば、先に見たように、日本では金融の国際化で日本企業の外国人株主が増加している。一般に外国人株主は「モノ言う投資家」なので、外国人株主増加で日本企業のコーポレートガバナンスが向上して企業パフォーマンスが改善すれば、ひいては日本経済の成長が高まるかもしれない。このような間接的な効果を統計的に検証するのは非常に難しいであろう。

（金融の国際化は国際金融危機を誘発するか）

金融の国際化と経済成長に関するもう1つの問題としては、金融の国際化は新興国の国際金融危機を誘発する面を持っているのではないかという懸念がある。実際、1990年代後半のアジア金融危機では、危機前に大幅に流入した外国資本が急激に逆流した結果、東アジア諸国の経済成長は大きくかく乱され、例えばタイの1988年の成長率はマイナス10%と大幅に落ち込んだ。それに伴い、失業や企業倒産が増大し、社会的な悪影響も甚大であった。

国際金融危機を誘発するとの懸念は広く見られる。Kose, Prasad, Rogoff, and Wei (2006) は、この問題についてもこれまでの実証分析を広範にレビューしている。その結論は、金融の国際化が、過去30年に起こったさまざまな国際金融危機を招く要因となったという実証的な証拠はないというものである。つまり、金融の開放度が進むほど、国際金融危機に見舞われる確率が高まるという関係は検証されていない。逆に、資本取引規制が厳しい国ほど国際金融危機になりやすいという分析結果がいくつかある。資本取引規制が厳しい国は概してマクロ経済上問題を抱えている国が多いという関係（selection effect）があるので、こうした分析結果の解釈には注意を要するが、この関係を織り込んだ分析でも同様の結果を得ているものもある。

金融の国際化自身が危機を誘発する可能性を高めることはないとしても、新興国において、インフレ率など経済ファンダメンタルズからかけ離れた為替レート水準を固定的に維持しようとしたり、国内金融システムが脆弱なうちに短期の資本流出入を自由化する場合には、より自由な資本流出入が国際金融危機を招く可能性は高まる。したがって、新興国が金融の国際化のメリットを享受しながら、一方で国際金融危機を防ぐためには、健全なマクロ経済運営に加え、適切な為替レート政策、国内金融システムの成熟度をにらんだ資本自由化などが重要となる。

なお、途上国が資本取引を規制緩和しても、先進国からの資本流入が活発化するとは限らない。資本不足の途上国への資本流入が起こるためには、インフレ・財政状況などの経済ファンダメンタルズ、契約遵守を担保する法制度・司法制度、金融制度などのマクロ経済面・制度面の「質」が低ければ、資本取引規制が緩和・撤廃されても、資本は流入しない。むしろ、そうした質が極端に悪い国では、資本逃避で逆に資本が流出するという実証研究もある。1980年以降の金融の国際化の進展は、先進国と新興国で主に起こっており、多くの途上国では起こっていないのには、それらの国の資本取引規制は依然厳しいことに加え、マクロ経済面・制度面の質の低さが影響していると考えられる。

以上を要約しよう。これまでの実証分析によれば、金融の国際化が国際金融危機を誘発する要因となるとは言えない。また、途上国のマクロ経済面・制度面の条件がある程度と整わなければ、それらの国がいかに資本不足であっても、より資本蓄積が進んだ国からの資本流入増加は望めない。一方、そうした条件がある程度整った新興国に対しては資本流入が活発化してきている。しかし、新興国がマクロ経済条件からかけ離れた無理な為替レート水準を固定的に維持しようとしたり、また国内金融システムの脆弱性が残っている段階で、資本自由化を進めすぎると、国際金融危機を誘発するリスクが高まる。

参考文献

- 谷内満 (2008), 「グローバル不均衡とアジア経済」 晃洋書房 2008年
- Bank for International Settlement (BIS (2010)), “Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and OTC Derivatives Market Activity in April 2010”. September 2010.
- International Monetary Fund (IMF (2005)), “World Economic Outlook”, Chapter III Globalization and External Imbalances, April 2005.
- King, Robert, and Ross Levine (1993), “Finance and Growth: Schumpeter Might Be”, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 108, No. 3, August 1993.
- Kose, M. Ayhan, Eswar S. Prasad, Kenneth Rogoff, and Shang-Jin Wei (2006), “Financial Globalization: A Reappraisal”, IMF Working Paper WP/06/189, IMF, August 2006.
- Kose, M. Ayhan, Eswar S. Prasad, and Marco E. Terrones (2008), “Does Openness to International Financial Flows Raise Productivity Growth”, IMF Working Paper WP/08/242, IMF, October 2008.
- Lane, Philip, R. Milesi-Ferretti, and Gian Maria (2006), “The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970-2004”, IMF Working Paper WP 06/69, IMF, March 2006.
- Osada, Mitsuhiro, and Masashi Saito (2010), “Financial Integration and Economic Growth: An Empirical Analysis Using International Panel Data from 1974-2007”, Bank of Japan Working Paper Series, No.10-E-5, April 2010.
- Tsuru, Kotaro (2000), “Finance and Growth: Some Theoretical Considerations, and a Review of the Empirical Literature”, OECD Economics Department Working Paper No.228, OECD, 2000.
- World Bank (2001), “Finance for Growth”, Oxford University Press, 2001